

# 한미약품(128940)

## 꾸준한 이익 성장에 대한 프리미엄

2023.03.31

Company Visit

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **360,000**원(유지)

현재주가: 254,000원(03/30)

시가총액: 3,191(십억원)

제약/바이오 권해순\_02)368-6181\_hskwon@eugenefn.com

### 투자의견 BUY 및 목표주가 36만원 유지

한미약품을 탐방하여 최근 영업 현황 및 주요 R&D 진행 현황을 업데이트하였음. 북경한미는 2023년 견조한 이익 성장이 예상됨. 2022년말 COVID-19 영향으로 생산 차질에 따른 실적 부진이 있었으나 빠르게 정상화되어 1분기 영업 상황은 좋은 것으로 파악됨. 미국에서 2022년 10월경 판매를 시작한 롤베돈(호중구 감소증 치료제)는 항암치료 시 미국 가이드라인인 NCCN에 등재되었고 약 2달간 판매액이 100억원을 상회한 것으로 파악됨. 선두 R&D 과제들(NASH 치료제 후보 물질들)의 임상 결과는 하반기 학회 등을 통해 확인 가능할 전망. 2023년 매출성장 8%y-y, 영업이익 성장 12%y-y를 예상함. 판관비 통제, 북경한미의 실적 호조, NASH 파이프라인 관련 마일스톤 유입 또는 기술이전 등이 이루어질 경우 이익 증가가 당사 예상치를 상회할 가능성 있음. 투자의견 BUY 및 목표주가 36만원을 유지함

### 꾸준한 이익 성장에 대해 프리미엄을 받아야 하는 제약사

한미약품은 2013년 기업분할 이후 9년 연평균 매출액 및 영업이익이 각각 8%y-y, 10%y-y로 꾸준히 성장함. 국내 대표 제약사로서 입지가 강화되며 경기 둔화에도 불구하고 2022년에는 매출액 및 영업이익이 각각 11%y-y, 26%y-y 성장함. 중국 북경한미는 브랜드 강화, 신제품 개발, 생산 시설 확대로 1998년 설립 이후 25년간 지속적으로 이익이 고성장함. 북경한미의 2022년 영업이익은 780억원으로 연결 영업이익의 49%를 차지함. 영업이익률은 전년 11.9%에서 개선된 12.4%로 추정함. 한미약품은 2023년 실적 가이드선으로 매출액 기준 약 10%y-y, 영업이익 기준 15%y-y 이상으로 당사 추정치를 상회하는 성장을 제시함.

### 신약 파이프라인 개발 성과는 하반기에 확인 가능할 것

현 주가는 12m Fwd P/E, P/B 기준 지난 3년 기준 최저 투자 지표 수준. 이는 대외적으로 글로벌 경기 성장 둔화에 대한 우려 뿐 아니라 투자자들이 국내 제약바이오 기업들에 대해 전반적으로 신약 파이프라인 가치를 아직 기업가치에 반영하기 이르다고 판단하기 때문. 2020년 8월에 MSD로 기술 수출한 NASH 치료제(MK6024, Dualagonist) 임상 2A상 결과는 하반기에 확인 가능할 것으로 예상되며, 자체 개발 중인 NASH 치료제(HM15211, Triple agonist)의 임상 2A 결과 및 기술 이전 등 개발 방향도 연말에 가시화될 전망

결산기(12월)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,076	1,203	1,287	1,372	1,490
영업이익(십억원)	49	125	157	183	228
세전계속사업손익(십억원)	22	104	147	174	220
당기순이익(십억원)	17	81	111	136	172
EPS(원)	971	5,441	7,343	9,286	11,845
증감률(%)	-77.0	460.4	34.9	26.5	27.5
PER(배)	370.3	50.7	43.4	34.3	26.9
ROE(%)	1.6	8.7	10.9	12.2	13.6
PBR(배)	58	4.2	4.7	4.2	3.6
EV/EBITDA(배)	45.3	18.1	18.0	16.0	13.3

자료: 유진투자증권

발행주식수	12,562천주
52주 최고가	329,500원
최저가	223,500원
52주 일간 Beta	0.49
60일 일평균거래대금	83억원
외국인 지분율	16.1%
배당수익률(2022F)	0.2%

주주구성	
한미사이언스(외 4인)	41.4%
국민연금공단(외 1인)	10.0%

	1M	6M	12M
주가상승률	-1.9%	-14.8%	-6.0%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	360,000	360,000	-
영업이익(22)	157	157	-
영업이익(23)	183	183	-

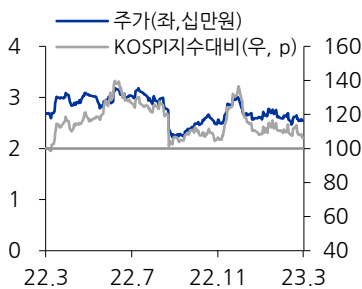


도표 1. 한미약품 목표주가 산정

목표주가 구성요소		단위	
1. 영업가치	3,279	(십억원)	2023년 예상 순이익 1,024억원, Target P/E 30배 적용
3. 롤론티스 가치	229	(십억원)	미국 스펙트럼사가 판매 중, 2022년 8월 FDA 승인 2022년 4분기 매출액 \$10.1mn 기록
4. NASH Dual agonist	305	(십억원)	글로벌 임상 2a상 마무리 단계. 하반기 결과 확인 기대 미국 Merck(MSD)에게 2020년 8월 기술 및 판권 이전 총 계약 규모 억원의 35% 반영, 출시 후 판매로알티는 제외
5. NASH Triple agonist	244	(십억원)	글로벌 임상 2a상 진행 중. 하반기 결과 확인 기대, 기술 이전 추진 중 Dual agonist의 가치를 20% 할인
6. 기타 파이프라인 가치	379	(십억원)	ORASCOVERY, 벨바라페닙, 투스페티닙, ALB 1001 총 계약금액 1.5조원 20% 반영
7. 보유지분 가치	12	(십억원)	나스닥상장사 Aptose(지분율 3.5%), Spectrum Pharmaceuticals(7.56%) 보유
<b>가치 합계</b>	<b>4,448</b>	<b>(십억원)</b>	
<b>주당 가치</b>	<b>354,072</b>	<b>(원)</b>	

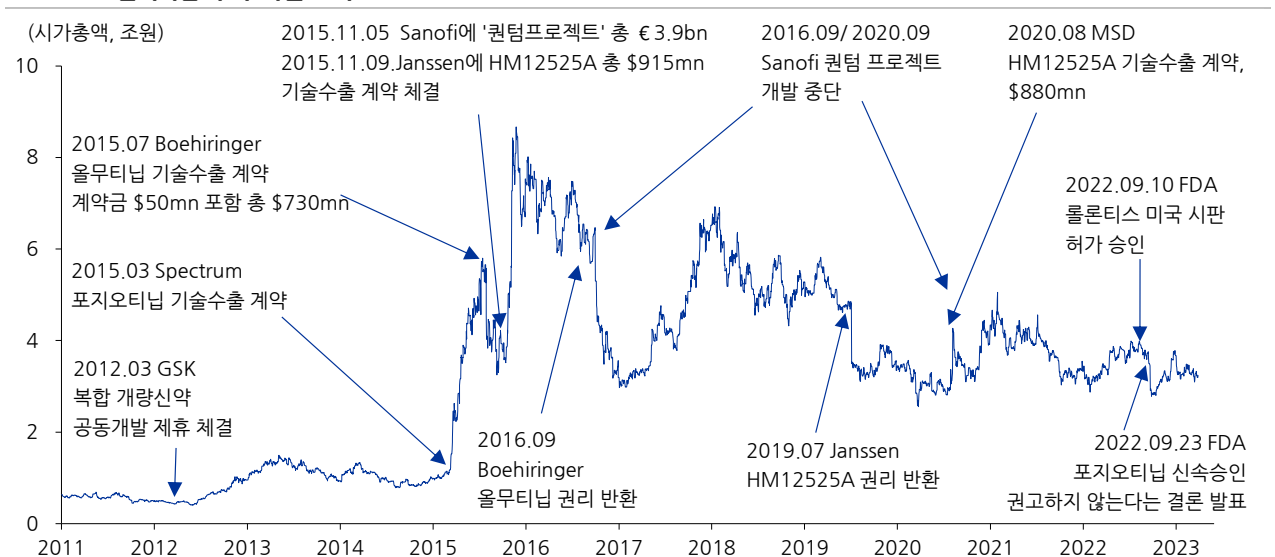
자료: 유진투자증권

도표 2. 롤론티스 가치 산정

		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	
처방건수	(천명)	1,200	오리지널 제품인 뉴라스타(Neulasta)의 시장 점유율 및 약가 참고하여 역산, 연평균 2% 증가 가정									
점유율	(%)	1	3	5	7	8	9	10	10	10	10	
롤론티스 처방수	(천명)	12	36	7	1.2	85.7	98.0	110.2	122.4	122.4	122.4	
롤론티스 ASP(추정)	(\$)	2,500										
매출액	(\$mn)	30	91.8	153	214.2	244.8	275.4	306	306	306	306	
한미약품 로열티	(Wbn)	5.0	15.4	25.7	36.0	41.1	46.3	51.4	51.4	51.4	51.4	
할인율	10%	5.0	14.0	21.2	27.0	28.1	2.8	29.0	26.4	24.0	21.8	
합산	(Wbn)	229.2										

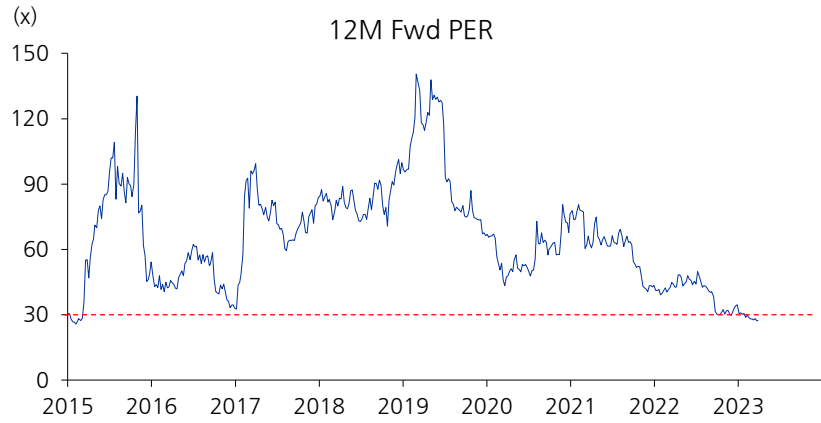
자료: 유진투자증권 추정

도표 3. 한미약품 주가 이벤트 차트



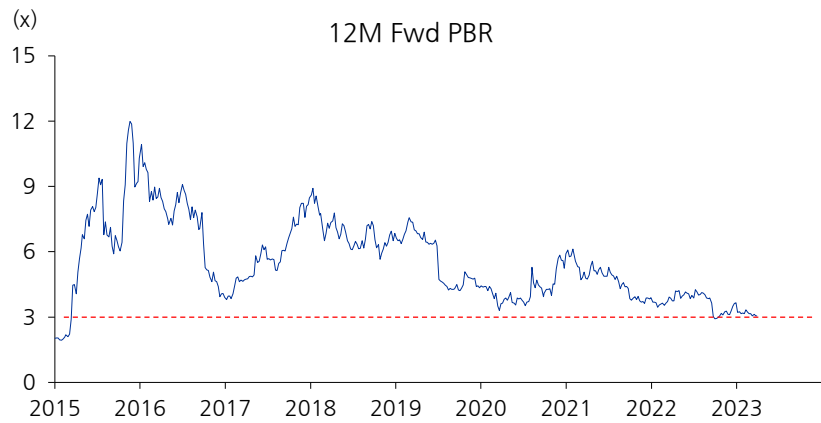
자료: Quantwise 유진투자증권

도표4. 한미약품 P/E valuation 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

도표5. 한미약품 P/B valuation 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

ㄹ

## 한미약품(128940.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>1,882</b>	<b>1,937</b>	<b>2,004</b>	<b>2,116</b>	<b>2,276</b>
유동자산	614	704	806	963	1,162
현금성자산	148	212	298	447	597
매출채권	150	223	214	217	239
재고자산	309	250	274	278	306
비유동자산	1,268	1,233	1,198	1,154	1,114
투자자산	208	208	226	235	244
유형자산	987	945	885	823	766
기타	73	80	87	96	103
<b>부채총계</b>	<b>1,050</b>	<b>1,008</b>	<b>1,048</b>	<b>1,052</b>	<b>1,071</b>
유동부채	533	649	697	701	718
매입채무	125	161	174	177	194
유동성이자부채	403	455	490	490	490
기타	5	33	33	33	34
비유동부채	517	360	351	352	353
비유동이자부채	400	301	283	283	283
기타	116	58	67	68	70
<b>자본총계</b>	<b>832</b>	<b>928</b>	<b>956</b>	<b>1,064</b>	<b>1,204</b>
지배지분	730	803	827	935	1,075
자본금	30	30	31	31	31
자본잉여금	414	413	413	413	413
이익잉여금	334	397	458	566	706
기타	(47)	(37)	(74)	(74)	(74)
비지배지분	102	125	129	129	129
<b>자본총계</b>	<b>832</b>	<b>928</b>	<b>956</b>	<b>1,064</b>	<b>1,204</b>
총차입금	804	756	774	774	774
순차입금	656	545	475	326	177

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	<b>152</b>	<b>202</b>	<b>144</b>	<b>200</b>	<b>201</b>
당기순이익	17	81	111	136	172
자산상각비	61	89	88	83	79
기타비현금성손익	55	101	(44)	(30)	(34)
운전자본증감	42	(54)	(9)	(5)	(32)
매출채권감소(증가)	32	(77)	9	(3)	(22)
재고자산감소(증가)	5	19	(29)	(4)	(28)
매입채무증가(감소)	(5)	10	16	3	18
기타	10	(6)	(5)	0	0
<b>투자현금</b>	<b>(45)</b>	<b>(43)</b>	<b>(163)</b>	<b>(49)</b>	<b>(49)</b>
단기투자자산감소	16	(7)	(95)	(4)	(4)
장기투자증권감소	0	0	(30)	(9)	(9)
설비투자	42	20	16	8	8
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(16)	(14)	(21)	(21)	(21)
<b>재무현금</b>	<b>(65)</b>	<b>(113)</b>	<b>8</b>	<b>(6)</b>	<b>(6)</b>
차입금증가	(54)	(103)	16	0	0
자본증가	(11)	(11)	(10)	(6)	(6)
배당금지급	8	6	6	6	6
<b>현금 증감</b>	<b>40</b>	<b>63</b>	<b>(7)</b>	<b>145</b>	<b>146</b>
기초현금	106	146	209	202	347
기말현금	146	209	202	347	493
Gross Cash flow	144	275	169	205	233
Gross Investment	19	90	77	50	77
<b>Free Cash Flow</b>	<b>125</b>	<b>185</b>	<b>92</b>	<b>155</b>	<b>156</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>1,076</b>	<b>1,203</b>	<b>1,287</b>	<b>1,372</b>	<b>1,490</b>
증가율(%)	(3.4)	11.8	6.9	6.7	8.6
매출원가	495	570	595	631	656
<b>매출총이익</b>	<b>581</b>	<b>633</b>	<b>692</b>	<b>741</b>	<b>835</b>
판매 및 일반관리비	532	507	535	559	607
기타영업손익	1	(5)	5	4	9
<b>영업이익</b>	<b>49</b>	<b>125</b>	<b>157</b>	<b>183</b>	<b>228</b>
증가율(%)	(52.9)	156.1	25.4	16.1	24.9
<b>EBITDA</b>	<b>110</b>	<b>215</b>	<b>245</b>	<b>265</b>	<b>307</b>
증가율(%)	(30.7)	94.4	14.2	8.4	15.7
<b>영업외손익</b>	<b>(27)</b>	<b>(22)</b>	<b>(11)</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>
이자수익	5	6	7	8	8
이자비용	25	17	21	21	21
자본법손익	0	(0)	(6)	(6)	(6)
기타영업손익	(6)	(11)	9	11	10
<b>세전순이익</b>	<b>22</b>	<b>104</b>	<b>147</b>	<b>174</b>	<b>220</b>
증가율(%)	(73.4)	368.6	41.3	18.9	26.1
법인세비용	5	22	35	38	48
<b>당기순이익</b>	<b>17</b>	<b>81</b>	<b>111</b>	<b>136</b>	<b>172</b>
증가율(%)	(72.9)	371.3	36.5	22.5	26.0
지배주주지분	12	67	90	114	146
증가율(%)	(77.0)	460.4	34.9	26.5	27.5
비지배지분	5,330	14,453	20,737	21,789	25,747
<b>EPS(원)</b>	<b>971</b>	<b>5,441</b>	<b>7,343</b>	<b>9,286</b>	<b>11,845</b>
증가율(%)	(77.0)	460.4	34.9	26.5	27.5
수정EPS(원)	971	5,441	7,343	9,286	11,845
증가율(%)	(77.0)	460.4	34.9	26.5	27.5

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	971	5,441	7,343	9,286	11,845
BPS	61,639	66,476	67,146	75,942	87,297
DPS	481	490	490	490	490
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	370.3	50.7	43.4	34.3	26.9
PBR	5.8	4.2	4.7	4.2	3.6
EV/EBITDA	45.3	18.1	18.0	16.0	13.3
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	30.8	12.4	23.1	19.1	16.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.6	10.4	12.2	13.3	15.3
EBITDA이익률	10.3	17.8	19.0	19.3	20.6
순이익률	1.6	6.8	8.6	9.9	11.5
ROE	1.6	8.7	11.1	13.0	14.5
ROIC	2.6	6.8	8.5	10.6	13.5
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	78.8	58.7	49.7	30.7	14.7
유동비율	115.2	108.5	115.5	137.4	161.7
이자보상배율	2.0	7.6	7.6	8.8	11.0
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	6.3	6.5	5.9	6.4	6.5
재고자산회전율	3.4	4.3	4.9	5.0	5.1
매입채무회전율	7.7	8.4	7.7	7.8	8.0

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제재물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)

